

La Belgique renforce ses règles en matière de *corporate governance* : Regard d'un juriste français sur la réforme récente du Code des sociétés

1^{ère} version

(Merci de citer ce papier en respectant la référence Papyrus)

Résumé : Alors que l'Organisation de Coopération et de Développement Economique appelle de tous ses vœux à développer les initiatives en matière de *corporate governance* pour faire face aux échecs dont la crise financière a été le témoin, la loi belge du 6 avril 2010 témoigne d'une position proactive et met en œuvre les propositions faites au niveau européen. D'un côté, certaines modifications législatives introduites au premier trimestre 2010 sont connues du juriste français et soulèvent des interrogations similaires à celles existantes en France. D'un autre côté, un certain nombre d'options choisies par le gouvernement belge (notamment celles concernant la rémunération) présente un caractère original, la France n'en étant à l'heure actuelle qu'au stade des débats. Au-delà de détailler la loi d'avril 2010 dans son aspect gouvernance d'entreprise avec un regard comparatiste, le présent article s'interroge sur l'efficacité future du dispositif mis en place.

Mots-clés : loi du 6 avril 2010, réforme du Code des sociétés, déclaration de gouvernement d'entreprise, rapport de rémunération, comité de rémunération, vote des actionnaires, critères d'attribution et échelonnement de la rémunération variable

1. La nature transfrontalière des turbulences financières et des acteurs la subissant *prima facie* amène à se préoccuper des changements législatifs affectant l'activité des entreprises auprès de nos voisins européens, notamment ceux intervenus dans le domaine du gouvernement d'entreprise¹. En effet, les évolutions françaises ne peuvent être réfléchies en vase clos et ce, afin de répondre correctement et efficacement aux attentes et aux enjeux contemporains. En plus d'avoir amendé son code de gouvernance d'entreprise en mars 2009², le gouvernement belge fait place depuis peu à des débats et des innovations en ce domaine³. La Belgique présente d'ailleurs le point commun avec la France

¹ C. Pierce, « Corporate Governance in the European Union », Global Governance Services Ltd, 2010.

² En mars 2009, le *Corporate Governance Committee* a remplacé le code de gouvernance d'entreprise datant de décembre 2004. Pour consulter ce code : http://www.corporategovernancecommittee.be/fr/code_2009/principaux_changements/default.aspx. Ce code est un instrument complet comprenant trois types de règles : des principes (recommandations à large portée), des recommandations (description dont les principes doivent être mises en place) et des lignes de conduite (conseils sur la manière dont la société doit appliquer ou interpréter les dispositions du code).

³ Peut être évoquée la « Loi instituant notamment un Comité d'audit dans les sociétés cotées et dans les entreprises financières » qui transpose la directive européenne 2006/43/CE et qui est applicable depuis le 8 janvier 2009 (<http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/belgische%20initiatieven/wet%20auditcomité.pdf>). Cette loi a introduit l'obligation pour les entreprises cotées d'instituer un comité d'audit au sein de leur organe de gestion. Ce comité doit être composé de membres non-exécutifs du conseil d'administration dont au moins un membre est indépendant. Ce dernier doit disposer de compétences spécifiques en matière de comptabilité et d'audit et doit répondre aux nouveaux critères renforcés d'indépendance que la loi met en place. Cette évolution se poursuit comme en témoigne l'adoption par le Conseil des ministres le 5 mars 2010 de l'avant-projet de loi concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées. Ce projet vise à transposer la directive européenne 2007/36/CE permettant aux actionnaires de sociétés cotées en bourse d'exercer leurs droits. Les sociétés déjà constituées au moment de l'entrée en vigueur de la loi devront adapter leurs statuts aux nouvelles dispositions avant le 1^{er} juillet 2011. Les actionnaires pourront voter et participer à l'assemblée générale par voie électronique ; consulter les documents de l'assemblée générale et les formulaires de procuration sur le site internet de la société et inscrire des nouveaux sujets à l'ordre du jour et transmettre des

d'avoir un actionnariat relativement concentré et de consacrer une approche duale du système de gouvernance d'entreprise laissant place aux initiatives tant publiques que privées. C'est dans cette perspective que s'inscrit cette étude consacrée à la loi belge du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées et les entreprises publiques autonomes et visant à modifier le régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier⁴.

2. Si certains aspects de cette réforme réglementaire ne sont pas sans rappeler les mutations récentes intervenues en France (comme celles reprenant, dans les articles L. 225-37, L. 225-68 et L. 226-10-1 du Code de commerce, le mécanisme sociétaire d'origine anglo-saxonne du « *comply or explain* »⁵), d'autres sont en revanche plus nouveaux pour le juriste français bien qu'ils aient été initiés préalablement au niveau européen⁶. Il en est ainsi par exemple de l'obligation faite aux sociétés cotées d'instituer un comité de rémunération doté de prérogatives spécifiques et un vote séparé des actionnaires sur la rémunération des dirigeants de l'entreprise⁷. Bien que la modification du droit belge concerne d'autres thématiques que celle du gouvernement d'entreprise *stricto sensu* (modification de la loi du 21 mars 1991 portant réforme de certaines entreprises publiques économiques, modification du régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier), cette synthèse ne les aborde pas. S'inscrivant pour l'essentiel autour de la problématique récurrente de la rémunération des dirigeants, cet article expose la réforme du 6 avril 2010 qui s'organise autour de deux axes : l'accroissement de la transparence (I) et l'encadrement de la rémunération des dirigeants (II).

propositions de décision s'ils représentent 3% du capital de la société. A ces textes, il convient d'ajouter les nombreuses propositions de lois faites depuis 2007 : *Proposition de loi modifiant la loi du 21 mars 1991 portant réforme de certaines entreprises publiques économiques en ce qui concerne l'indemnité de licenciement des membres du comité de direction* (Doc. parl., Chambre, 2007-2008, n°52-1292/1) (46.350/AG), *Proposition de loi modifiant le Code des sociétés en ce qui concerne la publicité des rémunérations des administrateurs* (Doc. parl., Chambre, 2007-2008, n°52-1293/1) ainsi que sur l'amendement n° 1 (Doc. parl., Chambre, 2007-2008, n°52-1293/2) (46.351/AG), *Proposition de loi modifiant la loi du 21 mars 1991 portant réforme de certaines entreprises publiques économiques en ce qui concerne la transparence de la rémunération du management* (Doc. parl., Chambre, 2007-2008, n°52-1299/1) (46.352/AG), *Proposition de loi visant à supprimer les parachutes dorés et à encadrer la rémunération des dirigeants* (Doc. parl., Chambre, 2008-2009, n°52-1474/1) (46.353/AG), *Proposition de loi modifiant le Code des sociétés et la loi du 26 mars 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi 1998 et portant des dispositions diverses et visant une meilleure gouvernance des entreprises* (Doc. parl., Chambre, 2008-2009, n°52-1805/1) (46.354/AG), *Proposition de loi modifiant le Code des sociétés pour instaurer le comité de rémunération et encadrer l'octroi de bonus et d'indemnités de départ pour les dirigeants d'entreprises et modifiant la loi du 21 mars 1991 portant réforme de certaines entreprises publiques économiques* (Doc. parl., Chambre, 2008-2009, n°52-1914/1) (46.355/AG).

⁴ Cette loi a été publiée dans le *Moniteur belge* le 23 avril 2010 (p.22709 et s.) et est consultable au lien suivant : <http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/belgische%20initiatieven/Wet%20tot%20versterking%20van%20het%20deugdelijk%20bestuur.pdf>.

⁵ Les textes disposent que lorsqu'une société anonyme se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, le rapport de gestion annuel précise également les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été. Se trouve de surcroît précisé le lieu où ce code peut être consulté. Si une société ne se réfère pas à un tel code de gouvernement d'entreprise, ce rapport indique les règles retenues en complément des exigences requises par la loi et explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise. Voir : A. Couret, « The development of the « *comply or explain* » principle in Europe », dans *Evolutionary Regulation: Rethinking the Role of Regulation in Economy and Society*, Mini-Conference n°4 for XX SASE Annual Meeting, Philadelphia, 24-26 June 2010 ; B. Fasterling et J.-C. Duhamel, « Le *comply or explain* : la transparence conformiste en droit des sociétés », *R.I.D.E.*, 2009, n°2, p.129 ; J.-B. Pouille, « L'apparition du principe « se conformer ou expliquer » en droit français », *R.T.D.F.*, 2008, n°1 et les références citées *infra*.

⁶ La loi du 6 avril 2010 trouve ses assises dans la recommandation 2009/385/CE de la Commission européenne complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées d'avril 2009 et de la directive européenne 2006/46/CE modifiant les quatrième et septième directives comptables de juin 2006.

⁷ Ces pistes ont toutefois été envisagées lors de la conférence annuelle de l'Institut Français des Administrateurs (IFA) : « Démocratie actionnariale : faut-il renforcer le pouvoir des actionnaires ? », *Club recherche de l'IFA*, 5 mai 2010, Paris.

I - Renforcement de la transparence

3. L'information à destination des actionnaires et des investisseurs se trouve renforcée à travers l'accroissement des données diffusées dans le rapport de gestion. Désormais, ce rapport de la direction doit comprendre une déclaration de gouvernement d'entreprise au contenu plus étoffé que son homologue français (A) et la diffusion d'un rapport de rémunération (B).

A) Introduction d'une déclaration de gouvernement d'entreprise : une obligation à spectre variable

4. Demeurant avec la Grèce l'un des derniers Etats européens n'ayant pas transposé la règle « *comply or explain* » issue de la directive européenne 2006/46/CE, la Belgique s'est conformée à cette obligation au travers de sa loi du 6 avril 2010⁸. Mais, contrairement à d'autres pays européens, le gouvernement belge a eu recours à l'instrument législatif (la modification de son Code des sociétés) pour donner corps à cette règle.

5. **Contenu de la déclaration :** L'article 3 de la loi du 6 avril 2010 vient modifier l'article 96 du Code des sociétés et introduit deux nouveaux paragraphes afin d'enrichir le contenu du rapport annuel de gestion des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé (belge ou étranger). Le paragraphe 2 du nouvel article 96 applicable à l'exercice courant précise que le rapport de gestion comprend dorénavant une déclaration concernant les pratiques de gouvernement d'entreprise. Plus détaillé que le dispositif français, le législateur belge impose un contenu minimal à cette déclaration en explicitant six points qui doivent figurer « *au moins* » dans cette déclaration. Ainsi, ce document doit comporter la désignation du code de gouvernement d'entreprise que la société applique, une indication de l'endroit où ledit code peut être consulté et les informations pertinentes relatives aux pratiques de gouvernement d'entreprise allant au-delà du code retenu et des exigences légales, avec indication de l'endroit où cette information est disponible (1°) ; l'indication des parties du code de gouvernement d'entreprise qu'une société n'applique pas et les raisons de cette dérogation (2°) ; une description des caractéristiques des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques de la société dans le cadre du processus d'établissement de l'information financière (3°) ; des informations relative à la publicité des participations importantes dans des émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé (4°) ; la composition et le mode de fonctionnement des organes d'administration et de leurs comités (5°) et un rapport de rémunération dont il constitue une section à part entière.

Afin de contribuer à rationaliser l'ensemble des pratiques en matière de gouvernement d'entreprise et de créer une assise sociale autour d'un code unique, l'article 3 de la loi du 6 avril 2010 autorise le Roi

⁸ L'absence de dispositif juridique n'empêchait pas les sociétés belges de respecter le principe du « *comply or explain* ». Ainsi, l'ensemble des sociétés étudiées par M. Caprasse divulguait ce genre d'informations (J.-N. Caprasse, « The Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States », 2009, *spéc.* p.89, consultable au lien suivant : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf). Les sujets pour lesquels les entreprises ne respectaient pas les prescriptions des codes de gouvernance étaient la composition des comités, le seuil pour inscrire une résolution à l'ordre du jour et la durée maximum des mandats des administrateurs. En France, le rapport 2009 de l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise fait apparaître que 67 % des sociétés cotées déclarent écarter certaines dispositions du code AFEP/MEDEF et, parmi elles, 80 % le justifient. En dépit de ce constat positif, la professeure Magnier indique que les sociétés françaises respectent le texte sans s'attacher à son esprit et que l'obligation de justification est partiellement respectée (V. Magnier, « La règle de conformité ou l'illustration d'une acculturation complexe », dans *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise*, Joly éditions, 2010). M. Poulle fait une constatation identique concernant les déclarations de non-conformité des sociétés anglaises : les sociétés ne sont pas à la hauteur des exigences du principe (J.-B. Poulle, « La mise à l'épreuve du principe « se conformer ou expliquer » au Royaume-Uni », *J.C.P.*, éd. E., 29 janvier 2009, 1123, *spéc.* n°39 et s.). De plus, l'étude de M. Caprasse démontre que les explications du non-respect du code de gouvernance d'entreprise en France portent essentiellement autour du conseil d'administration : comités du conseil d'administration et définition des administrateurs indépendants (J.-N. Caprasse, *art. préc.*, p.91).

à imposer un code de gouvernement d'entreprise de référence⁹. Les entreprises visées seront alors tenues d'appliquer ce code de référence.

6. Exclusion de certaines sociétés de la déclaration : A l'opposé de la France¹⁰, les auteurs du projet ont utilisé l'option offerte aux États membres par l'article 46 *bis*, paragraphe 3, de la directive européenne 78/660/CEE (inséré par l'article 1,7), de la directive 2006/46/CE) et restreignent *ab initio* les obligations des sociétés dont seuls des titres autres que des actions sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Les points 1°, 2° et 5° de la déclaration de gouvernement d'entreprise ne sont donc pas applicables dans cette hypothèse, sauf si ces sociétés ont émis des actions négociées sur un système multilatéral de négociation

7. Modification de la mission du contrôleur légal des comptes : La mission des commissaires aux comptes se trouve enrichie, ce professionnel conserve sa place incontournable dans le système de gouvernance des sociétés belges¹¹. En effet, comme l'énonce le gouvernement dans l'exposé du projet¹², le commissaire devra, en vertu de l'article 144, 6°, du Code des sociétés, vérifier d'une part que le rapport de gestion, y compris la déclaration sur le gouvernement d'entreprise et le rapport de rémunération, comprend les mentions requises par l'article 96 du Code des sociétés, et d'autre part que ces mentions concordent par rapport aux comptes annuels et aux comptes consolidés. De la même manière qu'en Allemagne¹³ ou en France¹⁴, un contrôle d'effectivité des déclarations de conformité des entreprises aux codes de gouvernance ne relève pas de la mission des commissaires aux comptes. Le commissaire ne devra pas faire une analyse qualitative des éventuelles dérogations du code de gouvernement d'entreprise et de l'explication fournie par la société pour ces dérogations dans la déclaration¹⁵. La sanction résultant du non-respect des obligations visées à l'article 96 s'apparente à la sanction prévue pour l'établissement et la publication des comptes annuels et du rapport de gestion, à

⁹ La France impose le renvoi à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises. En dépit d'une simplicité apparente, la professeure Magnier se montre réservée sur cette innovation française en soulignant la trop grande marge de manœuvre dont les entreprises (V. Magnier, « Le principe « se conformer ou s'expliquer », une consécration en trompe l'œil ? », *J.C.P.*, éd. E., 5 juin 2008, n°23, p. 3).

¹⁰ L'obligation de déclaration ne vise que les sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé (article 7, VI et VII de l'ordonnance n°2009-80 du 23 janvier 2009 entré en vigueur à compter du 1^{er} avril 2009).

¹¹ L'importance du commissaire aux comptes dans la gouvernance des sociétés belges a été mise en lumière dans une réforme précédente de 2001, puisque le législateur a décidé que le mandat du commissaire ne prenait pas fin en cas de dissolution de la société, au contraire de celui des administrateurs (article 194).

¹² « Exposé des motifs » dans *Projet de loi visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées et les entreprises publiques autonomes et visant à modifier le régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier*, Doc. parl., Chambre des représentants de Belgique, DOC 52, 2336/001, *spéc.* p.9. En droit belge, l'objet essentiel de la fonction de commissaire aux comptes est de contrôler la situation financière, les comptes annuels et la régularité au regard du Code des sociétés et des statuts, des opérations à constater dans les comptes annuels (article 142 du Code des sociétés).

¹³ Section 285, n°16 et Section 314, § 1, n°8 du Code de commerce allemand. La situation est identique au Royaume-Uni.

¹⁴ En France, l'article L. 225-235 du Code de commerce modifié par la loi du 3 juillet 2008 impose une distinction aux commissaires aux comptes entre les informations relatives au contrôle interne qui font l'objet d'observations et les « autres informations » (notamment celles ayant trait à la déclaration concernant les principes de gouvernement d'entreprise) qui ne sont qu'attestées. Sur la base de cet argument textuel, certains auteurs avancent qu'un contrôle de régularité formelle suffirait (B. Fasterling et J.-C. Duhamel, *art. préc.*, p.145, n°29). Cependant, d'autres auteurs font remarquer que la norme d'exercice professionnel 9505 homologuée par un arrêté du 20 mai 2009 invite le commissaire aux comptes à procéder à un contrôle de cohérence (V. Magnier, « Les manquements des sociétés cotées à la règles de conformité », *J.C.P.*, éd. E., 4 mars 2010, 1234, *spéc.* n°10).

¹⁵ Comme le confirme les normes générales de révision édictées par l'Institut des réviseurs d'entreprises (notamment les normes 2.6.), les diligences des commissaires aux comptes n'obligent pas à développer des programmes intensifs de recherche systématique des infractions aux statuts et au droit des sociétés, autres que celles qui influencent les comptes annuels. Sur ce point : M. De Wolf, « Le commissaires aux comptes au service de la gouvernance : l'expérience belge », dans *La gouvernance juridique et fiscale des organisations*, J.-L. Rossignol (dir.), Lavoisier, 2010, p.211, *spéc.* p.215.

savoir une responsabilité collective et une responsabilité solidaire envisagées par les articles 528 (pour les sociétés anonymes), 263 (pour les sociétés privées à responsabilité limitée) et 657 (pour les sociétés en commandite par actions) du Code des sociétés.

8. Portée juridique réduite de cette déclaration : La publication dans le rapport de gestion de l'application par la société d'un code de conduite en matière de gouvernement d'entreprise n'a pas de conséquences juridiques¹⁶. La méthode du « *comply or explain* » demeure une obligation d'information qui s'inscrit dans un souci de transparence. A défaut pour la société d'être lié à un code de conduite par l'article 1134 du Code civil et sans préjudice de la responsabilité de droit commun des administrateurs¹⁷, le non-respect de ces codes de gouvernance d'entreprise (même de celles de leurs règles qui sont élevées au rang de « *principes* ») n'est pas susceptible d'une autre sanction que celle du marché¹⁸. Ainsi, l'étude du cas anglais par MacNeil et Li montre l'existence d'entreprises qui n'appliquent pas de manière persistante les préconisations du code anglais, ce choix se justifiant par un arbitrage coût/bénéfice de ne pas appliquer le code et par un niveau de performance satisfaisant de ces

¹⁶ En ce sens : « Avis du Conseil d'État n°45.576/AV du 6 janvier 2009 » dans *Projet de loi visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées et les entreprises publiques autonomes et visant à modifier le régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier*, op. cit., p.55 et s.

¹⁷ L'avis du Conseil d'Etat n°40.492/2 du 12 juin 2006 rendu sur une proposition de loi modifiant l'article 528 du Code des sociétés afin d'étendre la responsabilité solidaire des administrateurs de sociétés au non-respect des prescriptions d'un code de gouvernance d'entreprise (Doc. Parl., Chambre des représentants de Belgique, DOC 51 2111/002) relève que le juge peut sanctionner la violation d'un code de gouvernance d'entreprise sur la base de l'article 1382 du Code civil dès lors qu'il considère que la norme du code est le reflet d'un usage ou d'une coutume ou lorsqu'il estime qu'elle concerne une règle de comportement que tout professionnel normalement diligent se doit de respecter. Au plan français, deux textes permettraient de réparer et de sanctionner les manquements à la règle de conformité. Le premier est l'article L. 225-251 du Code de commerce prévoyant la responsabilité civile des dirigeants pour infraction aux dispositions législatives applicables aux sociétés anonymes. L'admission en jurisprudence de cette action en responsabilité sur la base d'une perte de chance (T.G.I. Paris, 12 septembre 2006, *Bull. Joly*, 2007, n°1, p.119, note J.-F. Barbiéri ; *Bull. Joly Bourse*, 2007, n°1, p.37, note E. Dezeuze ; D. Schmidt, « Affaire Sidel : l'indemnisation des actionnaires », *D.*, 2006, n°36, p.2522 ; J.-J. Daigre, « La perte d'une chance d'arbitrer à bon escient l'investissement dans une société cotée », *R.S.*, 2007, p.102) permet d'assurer un contrôle *a posteriori* des déclarations de gouvernance (B. Fasterling et J.-C. Duhamel, *art. préc.*, p.150, n°38) et ce, même si le caractère non objectif de l'information sur les pratiques de bonne gouvernance amène des questions (B. Fasterling et J.-C. Duhamel, *art. préc.*, p.152 et s., n°42 et s.). Le second est l'article L. 632-1 du Règlement général de l'AMF instaurant des sanctions d'ordre administratif lorsque des informations donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers alors que leur auteur savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses (V. Magnier, « Les manquements des sociétés cotées à la règles de conformité », *art. préc.*, n°22). La directive européenne n°2006/46/CE du 14 juin 2006 énonce expressément que les Etats doivent veiller à ce que la responsabilité des membres du conseil d'administration puissent être engagée en matière de déclaration de gouvernance.

¹⁸ Il est indéniable que le contrôle des informations transmises revient aux actionnaires et aux investisseurs qui exercent leur jugement lors de l'assemblée générale ou sur les marchés. La sanction du marché se traduit surtout dans le fait que le non respect des règles de gouvernance d'entreprise peut conduire les investisseurs à se détourner de la société en question avec notamment des conséquences au niveau de la valeur des titres de la société. Pourtant, au regard de la concentration de l'actionnariat des sociétés belges, la question se pose de savoir si l'acculturation du principe « *se conformer ou expliquer* » est pertinent. Un actionnaire de référence s'expliquera-t-il à lui-même les dérogations au Code ? Cette interrogation est d'autant plus importante que le contrôle de la Commission bancaire, financière et des assurances est de portée limitée et se situe au niveau de la publicité et de la vérification de l'application du principe « *comply or explain* ». Aucune appréciation de l'effectivité des déclarations de conformité par l'autorité belge de régulation des marchés financiers n'est prévue. La solution française est plus incertaine. D'un côté, une doctrine autorisée estime que l'AMF n'a comme mission que d'élaborer un rapport annuel sur les déclarations de gouvernance en vertu de l'article L. 621-18-3 *in fine* du Code monétaire et financier (B. Fasterling et J.-C. Duhamel, *art. préc.*, p.146, n°30). D'un autre côté, d'autres auteurs enseignent que l'AMF doit vérifier non seulement l'existence de l'information, mais aussi sa sincérité (V. Magnier, « Les manquements des sociétés cotées à la règles de conformité », *art. préc.*, n°13 et s.).

entreprises¹⁹. En dépit de ce constat, les pratiques d'entreprises démontrent la force normative du principe « *comply or explain* »²⁰.

B) Instauration d'un rapport sur la rémunération : le pentagone de la transparence

9. Genèse du rapport de rémunération : S'inspirant des recommandations 2004/913/CE de la Commission du 14 décembre 2004 encourageant la mise en oeuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées et 2009/385/CE de la Commission du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, ainsi que du Code de gouvernement d'entreprise belge pour 2009, l'article 3 de la loi du 6 avril 2010 introduit un paragraphe 3 à l'article 96 du Code des sociétés.

10. Les cinq aspects du rapport de rémunération : Le rapport de rémunération ne contient pas uniquement des informations concernant la politique de rémunération des administrateurs exécutifs et des délégués à la gestion journalière. Il mentionne aussi, individuellement ou globalement, le montant de l'indemnité des mandataires exerçant une fonction exécutive, en fonction de la qualité des personnes visées.

Tout d'abord, le rapport de rémunération doit contenir une description de la procédure adoptée pendant l'exercice social faisant l'objet du rapport, pour (i) élaborer une politique relative à la rémunération des administrateurs, des membres du comité de direction, des autres dirigeants et des délégués à la gestion journalière de la société, ainsi que pour (ii) fixer la rémunération individuelle des administrateurs, des membres du comité de direction, des autres dirigeants et des délégués à la gestion journalière de la société (1°).

Ensuite, doit figurer dans le rapport de rémunération une déclaration sur la politique de rémunération des administrateurs, des membres du comité de direction, des autres dirigeants et des délégués à la gestion journalière de la société adoptée pendant l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion, qui contient des informations sur les principes de base de la rémunération, avec indication de la relation entre rémunération et prestations (a), l'importance relative des différentes composantes de la rémunération (b), les caractéristiques des primes de prestations en actions, options ou autres droits d'acquérir des actions (c) et des informations sur la politique de rémunération pour les deux exercices sociaux suivants (d) (2°).

Par ailleurs, le rapport de rémunération contient des données individuelles (montant de la rémunération, nombre d'actions attribuées, indemnités de départ) visant diverses catégories de dirigeants de l'entreprise. A propos des administrateurs non exécutifs, le rapport de rémunération comprend le montant des rémunérations et autres avantages accordés directement ou indirectement par la société ou une société qui fait partie du périmètre de consolidation de cette société (3°)²¹. A propos des dirigeants détenant une fonction décisionnelle ou représentative (représentant principal des administrateurs exécutifs, du président du comité de direction, du représentant principal des autres

¹⁹ I. MacNeil and X. Li, « "Comply or explain": Market discipline and non-compliance with the Combined Code », *Corporate Governance: An International Review*, 2006, Vol. 14, p.486. Le résultat de cette étude conduit à se demander si la performance ne vient pas expliquer la gouvernance, ce qui renverse la causalité traditionnelle.

²⁰ En ce sens : C. Chatelin-Ertur et S. Onnée, « Des forces normatives des Codes de gouvernance des entreprises à la puissance normative du paradigme en économie organisationnelle », dans *La force normative : naissance d'un concept*, C. Thibierge et alii (dir.), L.G.D.J., Bruylant, 2009, p.649. Discutant de la valeur du système « *comply or explain* » : B. Fasterling et J.-C. Duhamel, *art. préc.*, p.139 et s., n°20 et s.

²¹ Si des membres du comité de direction, des autres dirigeants ou, certains délégués à la gestion journalière, font également partie du conseil d'administration, le rapport de rémunération contient les informations sur le montant des rémunérations qu'ils reçoivent en cette qualité (4°). De plus, dans le cas où les administrateurs exécutifs, les membres du comité de direction, les autres dirigeants ou les délégués à la gestion journalière entrent en ligne de compte pour toucher des rémunérations liées aux prestations de la société ou d'une société qui fait partie du périmètre de consolidation de cette société, aux prestations de l'unité d'exploitation ou aux prestations de l'intéressé, le rapport de rémunération énumère les critères pour l'évaluation des prestations au regard des objectifs, l'indication de la période d'évaluation et la description des méthodes appliquées pour vérifier s'il a été satisfait à ces critères de prestation (5°).

dirigeants²², du représentant principal des délégués à la gestion journalière) ou encore, des autres membres du *management* de la société (autres administrateurs exécutifs, membres du comité de direction, dirigeants et délégués à la gestion journalière), le montant des rémunérations et des autres avantages accordés directement ou indirectement par la société ou une société qui fait partie du périmètre de consolidation de cette société figure dans le rapport de rémunération (6° et 7°)²³. Cette information comprend la rémunération de base²⁴ (a), la rémunération variable (toute rémunération additionnelle liée aux critères de prestation avec indication des modalités de paiement de cette rémunération variable²⁵) (b), la pension c'est-à-dire les montants versés pendant l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion ou les coûts relatifs aux services fournis au cours de l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion, en fonction du type de plan de pension, avec une explication des plans de pension applicables (c) et les autres composantes de la rémunération, telles que les coûts ou la valeur d'assurances et d'autres avantages en nature, avec une explication des caractéristiques des principales composantes (d). En parallèle, le rapport de rémunération doit divulguer le nombre et les caractéristiques clés²⁶ des actions, des options sur actions ou de tous autres droits d'acquérir des actions accordés, exercés ou venus à échéance au cours de l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion et les dispositions relatives à l'indemnité de départ dont profitent les administrateurs exécutifs, les membres du comité de direction, les autres dirigeants et les délégués à la gestion journalière²⁷ (8° et 9°).

En outre, en cas de départ des administrateurs exécutifs, des membres du comité de direction, des autres dirigeants ou des délégués à la gestion journalière, la justification et la décision du conseil d'administration, sur proposition du comité de rémunération, relatives à la question de savoir si la personne concernée entre en ligne de compte pour l'indemnité de départ, et la base de calcul de cette indemnité figure également dans le rapport de rémunération (10°).

In fine, pour les administrateurs exécutifs, les membres du comité de direction, les autres dirigeants et les délégués à la gestion journalière, le rapport de rémunération énonce le droit de recouvrement de la rémunération variable attribuée sur la base d'informations financières erronées dont bénéficie la société (11°).

11. Une valeur contraignante à l'efficacité incertaine : Le rapport de rémunération voit son contenu minimal déterminé par la loi. Ainsi, à l'instar de la France²⁸, les sociétés ne sauraient déroger à cette

²² Le terme « *autre dirigeant* » désigne les membres de tout comité où se discute la direction générale de la société organisée en dehors du régime de l'article 524bis du Code des sociétés. Sont concernés les « *comités exécutifs* » créés de manière extra-légale par un grand nombre de sociétés cotées, qui n'ont pas opté pour le régime du comité de direction.

²³ Une différence peut être relevée entre ces deux catégories de représentants. Alors que l'information est individuelle pour les dirigeants ayant un pouvoir décisionnel ou ayant une fonction représentative, celle-ci devient globale pour ces autres membres du *management*. L'objectif du législateur est uniquement attaché au fait que les actionnaires doivent être informés du coût global du *management* et de ses différentes composantes.

²⁴ Pour les dirigeants ayant un pouvoir décisionnel ou ayant une fonction représentative, les informations doivent clairement indiquer si cette rémunération est payée dans le cadre d'un contrat de travail ou d'un contrat de gestion et si la personne concernée a un statut d'employé ou pas. Elles doivent préciser, selon le cas, la rémunération brute ou le coût total, en excluant les charges sociales mises à charge de la société (les cotisations patronales). Voir : « Exposé des motifs », *op. cit.*, p.13.

²⁵ La rémunération variable comprend les *bonus* octroyés tant à court terme qu'à long terme, ainsi que la rémunération liée aux actions si celle-ci est liée à des critères de prestation.

²⁶ Ces caractéristiques doivent notamment inclure: le prix et la période d'exercice, ainsi que les éventuelles autres conditions d'exercice (« Exposé des motifs », *op. cit.*, p.13).

²⁷ Peuvent notamment être fournies des informations concernant la durée des contrats, les délais de préavis en vigueur et les détails des dispositions relatives aux indemnités de préavis et autres paiements liés à la résiliation anticipée de contrats de membres du comité de direction ou de délégués à la gestion journalière (« Exposé des motifs », *op. cit.*, p.13).

²⁸ Le dispositif législatif belge rappelle celui mis en place en France depuis la loi du 15 mai 2001 concernant les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé et leurs filiales non cotées. Le rapport de gestion rend compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés à chaque mandataire social (article L. 225-102-1 al. 1^{er} du Code de commerce). Ce rapport indique aussi le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun des mandataires a reçu de la part des sociétés

divulgarisation contrainte, le principe « *comply or explain* » ne s'appliquant pas. Ce rapport accroît la transparence à l'égard des actionnaires en ce qui concerne la politique de rémunération de l'entreprise, afin de leur permettre de prendre leurs décisions d'investissement en étant dûment informés des intérêts pécuniaires des personnes concernées.

Cependant, deux limites affectent l'évolution réglementaire belge. En premier lieu, la publicité de la rémunération des dirigeants ne vise que les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé et ce, contrairement à la déclaration de gouvernement d'entreprise qui a un champ d'application *ratione personae* plus étendu. En second lieu, en dépit de la volonté clairement affichée par le gouvernement belge de permettre aux actionnaires de comprendre les systèmes de rémunération de l'entreprise ainsi que leur application concrète, le constat dressé par l'autorité financière française des changements réglementaires qui ont eu lieu en France dénonçant le manque de lisibilité de l'information fournie amène à se montrer réservé sur l'impact de cette réforme²⁹.

II - Mise en place d'un encadrement en matière de rémunération

12. Comme c'est le cas dans de nombreux pays européens, la rémunération des dirigeants est au cœur des débats politiques se tenant en Belgique. La législation adoptée au premier trimestre 2010 poursuit un double objectif centré autour de la problématique de la rémunération des dirigeants. Le premier objectif est de construire un encadrement procédural dans la définition même de la rémunération en faisant intervenir (à des degrés variables) un comité de rémunération, les actionnaires et les salariés (A). Le second objectif est non seulement de subordonner la rémunération variable à des critères d'attribution, mais encore de limiter son versement différé (B).

A) Encadrement procédural : comité spécialisé, vote des actionnaires et association des salariés

13. En plus d'imposer la constitution d'un comité de rémunération³⁰ (1), le législateur redéfinit le pouvoir au sein des entreprises en associant les actionnaires et les salariés à la détermination de cette rémunération (2 et 3).

contrôlées ou de la société qui contrôle la société dans laquelle le mandat est exercé. Ce rapport décrit en les distinguant les éléments fixes, variables et exceptionnels composant ces rémunérations et avantages ainsi que les critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis. Il indique également les engagements de toutes natures, pris par la société au bénéfice de ses mandataires sociaux, correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la prise, de la cessation ou du changement de ces fonctions ou postérieurement à celles-ci (article L. 225-102-1 al. 2 du Code de commerce). Les options de souscription ou d'achat d'actions consenties ou levées font également l'objet d'un rapport spécial établi par le conseil d'administration (article L. 225-184 du Code de commerce). L'article 212-7 du règlement général de l'AMF renvoie au règlement européen n°809/2004 du 29 avril 2004 qui impose d'indiquer dans le prospectus le montant de la rémunération versée et les avantages en nature octroyés par l'émetteur et ses filiales, information fournie sur une base individuelle, ainsi que le montant des sommes provisionnées ou constatées aux fins de versement de pensions, de retraites ou d'autres avantages.

²⁹ AMF, « Rapport sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées et sur la mise en oeuvre des recommandations AFEP/MEDEF », 9 juillet 2009.

³⁰ L'étude de M. Goyer démontre le développement aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, au Japon, en Allemagne et en France des comités spécialisés du conseil d'administration (M. Goyer, « Corporate Governance and the Innovation System in France 1985-2000 », *Industry and Innovation*, Vol. 8, n°2, p.135). Si la France n'impose pas la présence d'un comité de rémunération, les organisations professionnelles recommandent sa présence (par exemple : « Code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées », AFEP/MEDEF, décembre 2008, *spéc.* p.20 ; « La gouvernance des sociétés cotées », IFA, mai 2007, *spéc.* p.43 et s.). Les chiffres récemment fournis par l'AMF font apparaître que la proportion de sociétés cotées ayant un comité de rémunération est en progression, mais que si le nombre d'administrateurs indépendants en son sein est en net progrès, la proportion de comités de rémunération présidés par un administrateur indépendant est en retrait (AMF, « Rapport 2009 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne », 8 décembre 2009). L'AFEP et le MEDEF recommandent que le comité de rémunération ne comporte aucun dirigeant social et soit composé majoritairement d'administrateurs indépendants. L'IFA se montre plus exigeant puisque tous les membres de ce comité devraient être indépendants et disposer d'une expérience solide en matière de

1) Comité de rémunération : le pont aux ânes de la gouvernance

14. Les articles 6 et 7 de la loi du 23 avril 2010 instaurent une section *IIIter* au sein du Code des sociétés intitulées « Comité de rémunération ». En vertu de l'article 526*quater* du Code des sociétés, les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé doivent constituer un comité de rémunération au sein du conseil d'administration dont le régime est en droite ligne des préconisations du code belge de gouvernance d'entreprise de mars 2009³¹. Parallèlement à la loi du 17 décembre 2008 instituant notamment un comité d'audit qui prévoit que dans les sociétés cotées répondant à des critères quantitatifs sur une base consolidée (nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice concerné, total du bilan inférieur ou égal à 43 000 000 euros et chiffre d'affaires net annuel inférieur ou égal à 50 000 000 euros), le conseil d'administration disposant d'au moins un administrateur indépendant peut exercer les tâches du comité d'audit, le paragraphe 4 de l'article 526*quater* du Code des sociétés prévoit une disposition identique pour le comité de rémunération³².

15. Composition du comité de rémunération : Le paragraphe 2 de l'article 526*quater* du Code des sociétés précise que le comité de rémunération est composé de membres non exécutifs du conseil d'administration³³ et d'une majorité d'administrateurs indépendants au sens de l'article 526*ter* et

management et de ressources humaines. Relativement à sa mission, le comité de rémunération doit permettre de placer le conseil d'administration dans les meilleures conditions pour déterminer l'ensemble des rémunérations et avantages des dirigeants sociaux, l'ensemble du conseil d'administration ou de surveillance ayant la responsabilité de la décision (« Code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées », *op. cit.*, p.20). Pour l'IFA, le comité de rémunération doit s'assurer que les rémunérations et leur évolution sont en cohérence avec les intérêts des actionnaires et la performance de la société (« La gouvernance des sociétés cotées », *op. cit.*, p.44). Il doit également faire des propositions et des recommandations dans un certain nombre de domaines : mise en place d'une politique de rémunération globale pour les dirigeants ; évolution des composants de la rémunération et des autres avantages ; enveloppe de toute participation à l'actionnariat, périmètre des bénéficiaires et répartition par catégories ; fixation du montant des jetons de présence et mode de répartition ; supervision des contrats avec les mandataires sociaux (« La gouvernance des sociétés cotées », *op. cit.*, p.44). Enfin, le comité doit être informé de la politique de rémunération des principaux dirigeants non mandataires sociaux.

³¹ Concernant les sociétés européennes (SE), le gouvernement s'est référé au régime applicable aux sociétés anonymes. L'article 10 de la loi du 6 avril 2010 insère un article 899*ter* dans le Code des sociétés qui rend applicables aux SE à structure moniste, dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, les dispositions des sociétés anonymes en matière de comité de rémunération. Des aménagements se sont avérés nécessaires en ce qui concerne les SE dualistes, dotées d'une structure de gestion composée d'un conseil de direction et d'un conseil de surveillance. L'article 11 de la loi du 6 avril 2010 introduit un article 913*quater* qui place le comité de rémunération au sein du conseil de surveillance. De plus, une majorité des membres du comité de rémunération est indépendante et est compétente en matière de politique de rémunération. Le président du conseil de surveillance préside le comité. Le comité de rémunération fait régulièrement rapport au conseil de surveillance sur l'exercice de ses missions. Enfin, le conseil de surveillance communique le rapport de rémunération au conseil d'entreprise ou, à défaut, aux représentants des travailleurs au comité pour la prévention et la protection au travail ou, à défaut, à la délégation syndicale.

³² Le paragraphe 8 de l'article 526*quater* du Code des sociétés dispense, de manière globale, certaines sociétés d'avoir à constituer un comité de rémunération. Pour l'essentiel, il s'agit des sociétés qui sont des organismes de placement collectif à nombre variable de parts publics tels que définis à l'article 10 de la loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement et des sociétés dont la seule activité commerciale consiste à émettre des titres adossés à des actifs au sens de l'article 2, paragraphe 5, du Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission européenne.

³³ L'article 526*quater* note qu'est présumé membre exécutif du conseil d'administration tout administrateur qui est membre du comité de direction visé aux articles 524*bis* et 524*ter* et tout administrateur qui s'est vu déléguer la gestion journalière au sens de l'article 525. Cette indication renvoie à la loi du 17 décembre 2008 instituant notamment un comité d'audit dans les sociétés cotées et dans les entreprises financières, laquelle loi prévoit elle aussi une énumération non exhaustive.

possède l'expertise nécessaire en matière de politique de rémunération³⁴. C'est le président du conseil d'administration ou, un administrateur non exécutif, qui préside le comité (§ 3)³⁵.

16. Organisation du comité de rémunération³⁶ : Le comité de rémunération se réunit au moins deux fois par an et chaque fois qu'il l'estime nécessaire pour l'exécution de ses missions. De plus, ce comité de rémunération fait régulièrement rapport au conseil d'administration sur l'exercice de ses missions (§ 6).

17. Mission du comité de rémunération : Le paragraphe 5 de l'article 526^{quater} du Code des sociétés la détaille. Cette mission comprend *a minima* la formulation de propositions sur la politique de rémunération et la rémunération individuelle des administrateurs, des membres du comité de direction, des autres dirigeants visés à l'article 96, § 3, dernier alinéa, et des délégués à la gestion journalière (*a* et *b*). Une autre mission importante consiste à établir le rapport de rémunération qui doit être inséré dans le rapport de gestion³⁷ et le communiquer au conseil d'entreprise ou, à défaut, aux représentants des travailleurs au comité de prévention et de protection au travail ou, à défaut, à la délégation syndicale (*c*). Le rapport de rémunération est en outre commenté lors de l'assemblée générale annuelle et communiqué au conseil d'entreprise (*d*).

2) Association des actionnaires : l'instauration d'un « double vote »

18. Vote séparé sur le rapport de rémunération : L'article 9 de la loi du 6 avril 2010 modifie l'article 554 du Code des sociétés. Il prévoit que, dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le rapport de rémunération est soumis à un vote séparé de l'assemblée générale. Par conséquent, le nouvel article 554 du Code des sociétés donne explicitement aux actionnaires le droit d'approuver ou de rejeter la politique de rémunération.

Par l'approbation du rapport de rémunération, les actionnaires confirment le cadre dans lequel le conseil d'administration exerce ses compétences en matière de rémunération et permet au conseil de rédiger les contrats sur cette base.

Le refus d'approbation du rapport de rémunération n'a pas d'impact sur l'approbation des comptes annuels ou la validité de la décharge et ne porte pas préjudice aux dispositions contractuelles existantes. Toutefois, ce refus est un signal adressé au conseil d'administration qu'il doit adapter les accords contractuels existants.

19. Approbation de certaines indemnités de départ : Au regard de l'actualité entourant les indemnités de départ, le gouvernement belge a désiré s'assurer que le conseil d'administration s'en tenait au code de gouvernement d'entreprise en ce domaine³⁸. En vertu de l'article 554 du Code des sociétés, toute exception à ce code doit être préalablement autorisée par une décision de l'assemblée générale prise à

³⁴ Un membre au moins possède un diplôme de niveau supérieur et dispose d'une expérience d'au moins trois ans en matière de gestion du personnel ou dans le domaine de la rémunération d'administrateurs et membres de la direction d'entreprises (« Exposé des motifs », *op. cit.*, p.17).

³⁵ Le représentant principal des administrateurs exécutifs, le président du comité de direction, le représentant principal des autres dirigeants visés à l'article 96, § 3, dernier alinéa, ou le représentant principal des délégués à la gestion journalière participe avec voix consultative aux réunions du comité de rémunération lorsque celui-ci traite de la rémunération des autres administrateurs exécutifs, des autres membres du comité de direction, des autres dirigeants visés à l'article 96, § 3, dernier alinéa, ou des délégués à la gestion journalière.

³⁶ Peu de précisions sont apportées dans la loi du 6 avril 2010 sur les modalités de fonctionnement du comité de rémunération et les principes et méthodologies sur lequel il se base pour exercer sa mission.

³⁷ Le fait que le comité de rémunération soit chargé de la rédaction du rapport de rémunération est sans préjudice du caractère collégial du conseil d'administration. En d'autres termes, la responsabilité ultime pour l'établissement du rapport de rémunération repose sur le conseil d'administration dans son ensemble (« Exposé des motifs », *op. cit.*, p.17 et s.).

³⁸ En vertu du code belge de gouvernement d'entreprise, le conseil d'administration ne peut accorder une indemnité de départ de plus de douze (ou maximum dix-huit) mois.

la majorité des voix³⁹. A défaut, la clause déterminant l'indemnité de départ est nulle. Le gouvernement institue donc une exception à la règle selon laquelle les sociétés cotées peuvent déroger au code de *corporate governance* en expliquant dans le rapport de gestion pourquoi elles n'appliquent pas certaines de ses dispositions. Pour ce qui est des indemnités de départ, la décision expresse des actionnaires est désormais requise. Sous la même sanction, l'approbation préalable des actionnaires est également requise en cas de rémunération variable octroyée à un administrateur indépendant⁴⁰. Cette approbation fait l'objet d'un point distinct à l'ordre du jour de l'assemblée générale des actionnaires⁴¹. L'approbation globale du rapport de rémunération par l'assemblée des actionnaires ne saurait servir d'approbation de la demande visant à déroger au code en matière d'indemnités de départ.

3) Association des salariés : information et consultation en point de mire

20. Bien que n'imposant pas une approbation préalable des salariés, le gouvernement belge associe les salariés à l'encadrement des indemnités de départ⁴² et fait suite à des réflexions menées en Belgique sur la place des salariés dans les entreprises⁴³. Toute demande de dérogation au code de gouvernement d'entreprise concernant l'indemnité de départ doit être communiquée au préalable au conseil d'entreprise, ou, à défaut, aux représentants du personnel au sein du comité de prévention et de protection au travail ou, à défaut, à la délégation syndicale. Le conseil d'entreprise donne, à la demande d'une des parties (représentants des travailleurs ou employeur), un avis sur cette demande à l'assemblée générale.

B) Encadrement de la rémunération variable

21. Mention des critères d'attribution : Un article 520bis est inséré dans le Code des sociétés et prévoit de mentionner les critères d'attribution de la rémunération variable dont bénéficient les

³⁹ « Si une convention conclue avec un administrateur exécutif, un membre du comité de direction, un autre dirigeant visé à l'article 96, § 3, dernier alinéa, ou un délégué à la gestion journalière d'une société dont les actions sont admises à la négociation sur un marché visé à l'article 4 prévoit une indemnité de départ qui dépasse les 12 mois de rémunération, ou sur l'avis motivé du comité de rémunération, dépasse les 18 mois de rémunération, cette clause dérogatoire en matière d'indemnité de départ doit recueillir l'approbation préalable de la première assemblée générale ordinaire qui suit. Toute disposition contraire est nulle de plein droit ».

⁴⁰ « Si une convention conclue avec un administrateur indépendant, dans le sens de l'article 526ter, d'une société dont les actions sont admises à la négociation sur un marché visé à l'article 4 prévoit dans une rémunération variable, cette clause doit recueillir l'approbation préalable de la première assemblée générale ordinaire qui suit. Toute convention contraire est nulle de plein droit ».

⁴¹ « Exposé des motifs », *op. cit.*, p.19 et s.

⁴² « La demande ainsi faite à l'assemblée générale de convenir d'une indemnité de départ plus élevée comme stipulée dans l'alinéa précédent, doit être communiquée, trente jours avant le jour de la publication de la convocation de la première assemblée générale ordinaire qui suit, au conseil d'entreprise ou, à défaut, aux représentants des travailleurs au comité pour la prévention et la protection au travail ou, à défaut, à la délégation syndicale. A la demande, selon le cas, d'une des parties au conseil d'entreprise, de la délégation syndicale ou des représentants des travailleurs au comité pour la prévention et la protection au travail, celui-ci donne un avis à l'assemblée générale. La demande d'avis doit être formulée au moins vingt jours avant le jour prévu pour la publication de la convocation. L'avis est donné et publié sur le site Internet de la société au plus tard le jour de publication de la convocation ».

⁴³ Faisant la synthèse des différentes formes d'association des salariés : « L'entreprise et ses salariés : quel partenariat ? », Bruylant, 2009. Critiquant la limitation de l'association des salariés au plan financier : A. Autenne, « Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié », Bruylant, 2005. La loi du 6 avril 2010 confirme également les études démontrant que plus l'actionnariat est concentré plus les dispositions législatives protégeant les salariés ont tendance à être nombreuses (M. Gelter, « The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance », *Harvard International Law Journal*, Vol. 50, n°1, 2009). La réforme amorcée en Belgique n'hésite pas enfin à donner corps à une partie des recommandations faites en France par le Centre d'analyse stratégique (CAS) en mai 2010 (CAS, « Améliorer la gouvernance d'entreprise et la participation des salariés », mai 2010, consultable au lien suivant : http://www.strategie.gouv.fr/IMG/pdf/09rapport_gouvernance-remise_officielle.pdf, spéc. p.111 et s.).

administrateurs exécutifs⁴⁴. Ainsi, dans les sociétés dont les actions sont admises à la négociation sur un marché, les critères qui rendent variable l'attribution d'une rémunération à un administrateur exécutif⁴⁵ font l'objet d'une mention les reprenant de manière expresse dans les clauses contractuelles ou autres qui régissent la relation juridique concernée. De cette façon, l'attribution d'une rémunération variable est dans tous les cas liée à des critères clairement fixés au préalable.

Le paiement de cette rémunération variable ne peut être effectué que si les critères de prestation sur la période indiquée ont été atteints⁴⁶. En cas de méconnaissance des alinéas précédents⁴⁷, ces rémunérations variables ne sont pas prises en considération dans le calcul de l'indemnité de départ.

22. Echelonnement de la rémunération variable : L'article 520ter, introduit dans le Code des sociétés par la loi d'avril 2010, énonce les limites cumulatives auxquelles est soumis le versement différé de la rémunération variable. Il est prévu que, sauf dispositions statutaires contraires ou approbation expresse par l'assemblée générale des actionnaires, une action ne peut être acquise définitivement, et une option sur actions ou tout autre droit d'acquérir des actions ne peut être exercé par un administrateur⁴⁸ dans une société dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, que trois ans au moins après leur attribution⁴⁹. Par ailleurs, sauf dispositions statutaires contraires ou approbation

⁴⁴ La loi du 6 avril 2010 consacre un article moins ambitieux que le projet envisagé dans la mesure où la version initiale de cet article avait pour ambition de limiter les indemnités totales de départ prévues au profit de certains dirigeants de sociétés cotées. Toutefois, ce projet a été critiqué par le Conseil d'Etat pour diverses raisons (« Avis du Conseil d'État n°45.576/AV du 6 janvier 2009 » dans *Projet de loi visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées et les entreprises publiques autonomes et visant à modifier le régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier*, op. cit., p.63 et s.). Le législateur belge a choisi de laisser ce volet aux soins de la déclaration de gouvernement d'entreprise qui comprend un rapport de rémunération reprenant, en application de l'article 96 du Code des sociétés, l'obligation d'y faire apparaître la justification et la décision du conseil d'administration, prise sur proposition du comité de rémunération, quant à la question de savoir si (en cas de départ des administrateurs exécutifs, des membres du comité de direction ou des délégués à la gestion journalière) la personne ainsi concernée entre en ligne de compte pour l'indemnité de départ, et la base de calcul de cette indemnité. Une condition est cependant prévue quant à de possibles clauses dérogatoires au respect des dispositions énoncées dans le rapport de rémunération : si les parties au contrat de travail ou de gestion conviennent d'inscrire dans la convention qui les lie une clause aux termes de laquelle une indemnité non conforme à celle prévue par le code de gouvernement d'entreprise que la société applique est accordée, l'article 554 du Code des sociétés requiert que cette clause recueille l'approbation préalable de la première assemblée qui suit sa conclusion. Toute convention contraire est par ailleurs nulle de plein droit.

⁴⁵ Par application des nouveaux articles 524bis, 525ter, 898, 900 et 906bis du Code des sociétés, les membres du comité de direction, les délégués à la gestion journalière, les membres exécutifs du conseil d'administration et les membres du conseil de direction sont concernés par cette disposition.

⁴⁶ La loi française du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat a renforcé le contrôle des rémunérations liées à la cessation ou au changement de fonctions de certains dirigeants des sociétés qui sont cotées sur un marché réglementé : l'attribution d'une rémunération différée est désormais subordonnée à la fixation de conditions liées aux performances du bénéficiaire appréciées au regard de celles de la société (P. Le Cannu, « L'encadrement des rémunérations des dirigeants de sociétés cotées : l'apport de la loi n°2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat », *R.S.*, 2007, p.465).

⁴⁷ Si ces critères de prestation ont été satisfaits, la récupération de cette rémunération est possible au cas où elle aurait été attribuée sur la base d'informations financières erronées, la mesure dans laquelle la société dispose d'un droit de recouvrement devant figurer dans le rapport de rémunération (article 96, § 3, 11°, du Code des sociétés).

⁴⁸ Par application des nouveaux articles 524bis, 525ter, 898, 900 et 906bis du Code des sociétés, les membres du comité de direction, les délégués à la gestion journalière, les membres exécutifs du conseil d'administration et les membres du conseil de direction sont concernés par cette disposition.

⁴⁹ En France, le code AFEP/MEDEF de décembre 2008 préconise que le conseil d'administration ou le conseil de surveillance fixe périodiquement le nombre des actions issues de levées d'options d'actions ou d'actions de performance que le président du conseil, le directeur général, les directeurs généraux délégués, les membres du directoire ou le gérant d'une société par actions sont tenus de conserver au nominatif jusqu'à la fin de leurs fonctions. Le nombre de titres ainsi acquis doit être important et croissant. Des périodes précédant la publication des comptes doivent être fixées, pendant lesquelles l'exercice des options d'actions n'est pas possible. Il appartient au conseil d'administration ou de surveillance de fixer ces périodes et, le cas échéant, de déterminer la

expresse par l'assemblée générale des actionnaires, un quart au moins de la rémunération variable d'un administrateur exécutif dans une société dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé doit être basé sur des critères de prestation prédéterminés et objectivement mesurables sur une période d'au moins deux ans, et un autre quart au moins doit être basé sur des critères de prestation prédéterminés et objectivement mesurables sur une période d'au moins trois ans⁵⁰.

III - Conclusion : des moyens impliquant de repenser leur cadre de déploiement

23. La réforme adoptée en Belgique fait écho aux modifications intervenues depuis 2006 non seulement dans les codes et bonnes pratiques développés par les organisations internationales⁵¹, mais encore dans les dispositifs de régulation de multiples Etats⁵². En dépit de critiques dans la littérature⁵³ et du peu d'Etats européens inscrit dans cette voie⁵⁴, l'accroissement de la participation des

procédure que doivent suivre les dirigeants mandataires sociaux avant d'exercer des options d'actions, pour s'assurer qu'ils ne disposent pas d'informations susceptibles d'empêcher cet exercice (« Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », AFEP/MEDEF, décembre 2008).

⁵⁰ Cette exigence ne s'applique pas lorsque la rémunération variable ne dépasse pas un quart de la rémunération annuelle entendue comme celle qui fait l'objet de la publication exigée en vertu de l'article 96, § 3, 6° et 7° du Code des sociétés. Le code français de gouvernement d'entreprise de l'AFEP et du MEDEF indique que la partie variable doit être lisible pour l'actionnaire et doit être fixée par le conseil d'administration ou de surveillance pour une période déterminée (« Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », AFEP/MEDEF, décembre 2008). Les critères quantitatifs et qualitatifs d'attribution de la partie variable doivent être précis et bien entendu préétablis. Les règles de fixation de la partie variable doivent être cohérentes avec l'évaluation faite annuellement des performances des dirigeants mandataires sociaux et avec la stratégie à moyen terme de l'entreprise. Au sein de la partie variable, la part qualitative doit être mesurée et permettre le cas échéant de tenir compte de circonstances exceptionnelles. Les critères quantitatifs doivent être simples, peu nombreux, objectifs, mesurables et adaptés à la stratégie d'entreprise. Il doit être procédé à un réexamen régulier de ces critères dont il faut éviter les révisions ponctuelles.

⁵¹ Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), « Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles », February 2010 ; OECD, « Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages », June 2009 ; OECD, « Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis », February 2009 ; International Corporate Governance Network, « Remuneration Guidelines », 2006 ; United Nations, « Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure », 2006 ; OECD, « Principles of Corporate Governance », 2004.

⁵² G. Ferrarini, N. Moloney and M.-C. Ungureanu, « Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis », June 9, 2009, *ECGI - Law Working Paper No.126/2009*, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1418463>, spéc. p.31 et s. A titre d'illustration, une série de réformes est en cours aux Etats-Unis qui vise notamment à mettre en place un vote consultatif des actionnaires sur la rémunération (« Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009 », H.R. 4173, 111th Cong., 1st sess.) et à asseoir l'indépendance du comité de rémunération (« Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009 », H.R. 4173, 111th Cong., 1st sess. ; « Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009 » (introduced July 21, 2009), H.R. 3269, 111th Cong., 2009).

⁵³ P. Dey, « Shareholders too powerful », *The Globe and Mail*, June 8, 2010 ; Y. Allaire, « Giving a Shareholders a Say on Pay: A Measure Leading to Better Governance », March 8, 2010, *Institute for Governance of Private and Public Organizations Position Paper No. 5*, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1580071> ; J. Cai and R. A. Walkling, « Shareholders' Say on Pay: Does it Create Value? », September 4, 2009, *Drexel College of Business Research Paper No. 2008-06*, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1030925> ; S. Bhagat and R. Romano, « Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term », February 1, 2009, *Yale Law & Economics Research Paper No. 374*, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1336978> ; J. N. Gordon, « 'Say on Pay': Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In », August 2009, *Columbia Law and Economics Working Paper No. 336*, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1262867> ; S. M. Bainbridge, « Remarks on Say on Pay: An Unjustified Incursion on Director Authority », March 20, 2008, *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-06*, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1101688> ; M. C. Jensen and K. J. Murphy, « Performance Pay and Top Management Incentives », *Journal of Political Economy*, April 1990, p.225.

⁵⁴ Récemment, la Commission européenne a relevé que seule une minorité d'Etats membres a suivi les recommandations européennes de 2004 en ce qui concerne les comités de rémunération et a pris des mesures pour promouvoir le vote des actionnaires (Commission européenne, « Rapport sur la mise en œuvre, par les Etats membres de l'UE, de la recommandation 2009/385/CE de la Commission complétant les recommandations

actionnaires au processus décisionnel en matière de rémunération est fortement encouragé. Or, cette attitude du gouvernement belge mérite d'être soulignée tant l'investissement des actionnaires influence le conseil d'administration et renforce, parallèlement, le rôle du comité de rémunération⁵⁵. La méthode employée par le législateur belge est également à mettre en lumière. Alors que le *corporate governance* semblait jusqu'alors une terre hostile à l'exercice d'une fonction d'autorité⁵⁶, les périodes de crise changent la donne et le gouvernement belge le prouve en donnant, à travers sa loi du 6 avril 2010, des commandements à ceux dont il veut diriger la conduite pour qu'ils en fassent application⁵⁷. Si le *soft law* a pu apparaître comme un droit de crise⁵⁸, en va-t-il différemment du *hard law* ? La loi du 6 avril 2010 présente enfin la particularité d'illustrer une construction originale du droit postmoderne sous l'effet de la mondialisation⁵⁹. En l'espèce, des normes alternatives (celles prônées par exemple dans le code de gouvernement d'entreprise belge de 2009) intègrent le système juridique contemporain à travers l'outil législatif. Comme le révèle la préoccupation du législateur pour la transparence que traduit la loi du 6 avril 2010, le droit des sociétés se rapproche finalement d'un authentique droit des marchés⁶⁰.

24. Toutefois, sous peine de demeurer lettre morte et de n'être qu'une couche supplémentaire de « *marketing éthique* »⁶¹, ce changement législatif belge doit s'accompagner d'une réhabilitation de l'entreprise et de l'entrepreneur⁶². Transparence et encadrement des rémunérations, loin de constituer des buts, ne sont qu'un moyen de permettre un bon fonctionnement de l'économie ... objectif à l'heure actuelle fondamental.

Ivan Tchotourian
Maître de conférences (Université de Nantes)
Membre de l'I.R.D.P. (EA 1166, Université de Nantes)
Chercheur associé à Sorbonne-Finance (Université Paris 1 Panthéon-Assas)
Chercheur associé à la C.D.A.C.I. (Université de Montréal)
Ancien titulaire de la bourse de recherche Lavoisier (EGIDE)

2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées », COM(2010) 285 final, 2 juin 2010).

⁵⁵ G. Ferrarini, N. Moloney and M.-C. Ungureanu, *art. préc.*, p.18. Ce renforcement du comité de rémunération n'est pas sans conséquence sur la diminution des rémunérations des dirigeants comme le démontrent certaines études (V. Chhaochharia and Y. Grinstein, « CEO Compensation and Board Structure », September 10, 2008, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=901642>). Sur le lien entre comité de rémunération et rémunération : R. Anderson, « Compensation Committees: It Matters Who Sets Pay », Washington and Lee University, 1997 ; H. A. Newman and D. W. Wright, « Compensation Committee Composition and its Influence on CEO Compensation Practices », September 20, 1995, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=7163>.

⁵⁶ La multiplication des codes et amendements recensée par l'*European Corporate Governance Institute* au premier trimestre 2008 illustre ce fait (sur ce point : D. Bessire, C. Chatelin-Ertur et S. Onnée, « Normes de gouvernance et effet d'universalisation : le cas de l'administrateur indépendant en pratique et en théorie », dans 7^{ème} conférence internationale de gouvernance d'entreprise, Bordeaux, 2008).

⁵⁷ P. Amselek, « Autopsie de la contrainte associée aux normes juridiques », dans *La force normative : naissance d'un concept*, C. Thibierge et alii (dir.), L.G.D.J., Bruylant, 2009, p.3, spéc. p.9 et s.

⁵⁸ M. Mekki, « Propos introductifs sur le droit souple », dans *Le droit souple*, Dalloz, 2009, p.1, spéc. p.18 et s., n°25 et s.

⁵⁹ K. Benyekhlef, « Une possible histoire de la norme : Les normativités émergentes de la mondialisation », Thémis, 2008.

⁶⁰ C. Lucas de Leyssac et G. Parléani, « Droit du marché », P.U.F., 2002.

⁶¹ P. Délimier et P. Jacques, *R.T.D..Civ.*, 2009, p.77.

⁶² D. Danet, « Misère de la *corporate governance* », *R.I.D.E.*, 2008, n°4, p.407, spéc. p.431.